

УДК 330.34

Ю.В.ПАРНІЧ

Харківський національний університет ім. В.Н.Каразіна

ОСНОВНІ СКЛАДОВІ ЗАЛУЧЕННЯ ДОДАТКОВИХ РЕСУРСІВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ІНТЕГРОВАНИМИ СТРУКТУРАМИ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

Визначено важливість розгляду запозичень на фондовому ринку для сталого розвитку інтегрованих структур. Введено до розгляду ризик зміни ступеня інтеграції між різними учасниками угруповання суб'єктів господарювання. Обґрунтовано низку рекомендацій щодо залучення додаткових ресурсів на фондовому ринку з боку інтегрованих структур.

Розвиток і сталість функціонування інтегрованих структур суб'єктів господарювання багато в чому визначається наявністю відповідних джерел залучення додаткових ресурсів. Тож будь-які питання, які визначають розв'язання означеного напрямку дослідження, є досить актуальними. Особливо це стосується інтегрованих структур різних суб'єктів господарювання, бо саме вони здатні концентрувати ресурси в найбільш передових галузях і синтезувати в одній структурі різномірні капітали з різними циклами відтворювання.

Водночас враховуючи, з одного боку, динамічність розвитку ринку корпоративних цінних паперів, а з іншого – незначну інвестиційну активність у корпоративному секторі, яка знерухоміє відповідні цінні папери [10, 12, 13], доцільно зосередити увагу на активізації залучення ресурсів на фондовому ринку.

Якщо говорити про активізацію дій на фондовому ринку, то насамперед доцільно звернути увагу на застосування підходів фінансового інжиніринга, який спрямовано на процес створення нових фінансових продуктів за допомогою різних методів та інструментів з метою формування необхідних фінансових потоків, розподілених у часі [2, 6, 8]. Розвиненість означеного інструментарію в якості стимулювання дій на фондовому ринку досить активно розглядається в механізмах залучення додаткових ресурсів на фондових ринках розвинутих країн. Так, найбільш привабливою, з погляду світових тенденцій розвитку ринків цінних паперів, виявляється практика створення структурованих облігацій – різновиду цінних паперів, які комбінуються з деяким видом похідних інструментів [3, 11, 14]. Водночас зростає капіталізація сегмента структурованих облігацій, яка тільки на Американській фондовій біржі протягом 2004 р. перевищила 8,5 млрд. дол. До того ж істотно розширюється і змінюється склад емітентів структурованих облігацій [9]. Однак в Україні використання структурованих облігацій ще не

набуло поширення. В основі цього знаходиться переважна більшість так званих неринкових випусків цінних паперів, недостатня статистична база щодо побудови зважених параметрів платності нових інноваційних продуктів на ринку цінних паперів залежно від змін основних індексів ринку, або встановлення зворотної залежності розміру доходу від динаміки пов'язаного показника оцінки рейтингу цінних паперів, що у підсумку й обмежує застосування методів та підходів фінансового інжиніринга. Не менш складним виявляється також питання про узгодження інтересів різних учасників інтегрованого угруповання щодо випуску певного різновиду цінних паперів.

Таким чином, виходячи з означеного, як окремі завдання даної роботи можна вказати обґрунтування взаємоузгодженості інтересів різних учасників інтегрованих структур щодо випуску певного різновиду цінних паперів та розробку рекомендацій щодо формування визначених емісії цінних паперів.

Перш за все, зупинимося на розгляді питання про узгодження інтересів різних суб'єктів господарювання у межах однієї інтегрованої структури щодо випуску цінних паперів. Зазвичай, основою такого узгодження можна вважати побудову двох взаємозалежних матриць: одна відображає ймовірні виграші учасників емісії певної інтегрованої структури суб'єктів господарювання з погляду на такі питання як можливість впливу на термін обертання цінного паперу, сталість формування необхідного фінансового потоку, ліквідність продукції під час обертання цінного паперу певного різновиду, управління супутніми ризиками тощо. Тобто, інакше кажучи, перша матриця – це матриця виграшів, що враховує різні умови конструювання цінних паперів з погляду окремих учасників визначеного угруповання суб'єктів господарювання; друга – відбиває ризик ефективності впровадження та розміщення цінних паперів на фондовому ринку з погляду кожного з учасників інтегрованої структури. При цьому під означеним ризиком слід розуміти певну інтегральну характеристику, яка узагальнює, перш за все, ризик недоотримання відповідного обсягу фінансових ресурсів та ризик зміни ступеня інтеграції між різними учасниками угруповання під час впровадження певного різновиду цінних паперів. Якщо визначення першого різновиду ризику є зазвичай зрозумілим, то економічна інтерпретація другого різновиду ризику потребує деякого пояснення. З цього приводу слід зауважити, що окремі рівні інтеграції угруповань суб'єктів господарювання в процесі їх розвитку можна узагальнити за допомогою прямих, які характеризують визначені ступені інтеграції угруповання у просторі час – обсяг загального доступу до фінансових ресурсів (рис.1, запропоновано автором). Тож як такий ризик зміни

ступеня інтеграції між різними учасниками угруповання може бути оцінено еластичністю зміни ступенів інтеграції угруповання (відображенням чого є величина кута між аналізованими прямими, які характеризують ступені інтеграції відповідно до зміни обсягів загального доступу до фінансових ресурсів) (рис.1). Виходячи з означеного, можна зауважити, що у разі більш стрімкого зростання ступеня інтеграції, ніж можливості доступу до загального обсягу фінансових ресурсів, ризик зміни ступеня інтеграції між різними учасниками угруповання вважається таким, що збільшується. Якщо тенденції є протилежними, то ризик зміни ступеня інтеграції між різними учасниками угруповання вважається таким, що зменшується. Тому для остаточного визначення введеного до розгляду різновиду ризику ефективності впровадження та розміщення цінних паперів треба аналізувати декілька етапів, в кожному з яких, насамперед, доцільно знати обсяг ресурсів, до яких певний суб'єкт інтегрованої структури має доступ.

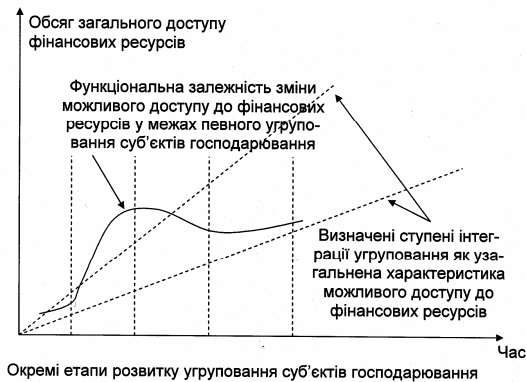


Рис.1 – Якісне відображення розвитку угруповання суб'єктів господарювання при наявних інтеграційних процесах з погляду визначеного доступу до фінансових ресурсів

Разом з цим інтегральна характеристика сукупного ризику (ризик недоотримання відповідного обсягу фінансових ресурсів та ризику зміни ступеня інтеграції) може бути отримана за допомогою відомих методів згортки ризику за різними напрямками.

Водночас введений до розгляду ризик зміни ступеня інтеграції між різними учасниками угруповання можна поєднати з ризиком недоотримання фінансових ресурсів та спрогнозувати. Для цього, наприклад, доцільно провести аналіз між взаємодією таких чинників як втрати від недоотримання певного обсягу фінансових ресурсів та прибутку від ефекту синергії у разі зміни ступеня інтеграції. Графічно да-

ну умову можна інтерпретувати як імовірність влучення випадкової двовимірної величини, що відбиває співвідношення втрат та прибутку інтегрованої структури, у деяку задану область припустимих значень.

Подальшим кроком до встановлення інтересів різних суб'єктів господарювання у межах однієї інтегрованої структури відносно випуску цінних паперів на підставі аналізу розглянутих вище матриць є застосування певних критеріїв їх аналізу. Так, на підставі застосування критеріїв Вальда, який уособлює позицію крайнього песимізму з орієнтацією на виграш, критерію Севіджа, що також уособлює позицію крайнього песимізму, але з орієнтацією на ризик та критерію Гурвіца, який є збалансованим відповідно до раціональної позиції песимізму-оптимізму можна визначити найбільш придатний різновид розміщення цінних паперів на фондовому ринку [7]. Тобто якщо рекомендації, які випливають з різних критеріїв, збігаються, ухвалення рішення є досить простим. У протилежному випадку, коли висновки суперечать один одному, потрібне додаткове дослідження яке, на нашу думку, доцільно провести на підставі теорії експертних оцінок та методів теорії нечіткої множини. Таке застосування різноманітних формалізованих процедур аналізу передбачає, насамперед, визначення найбільш прийнятного підходу щодо врахування можливих наслідків впровадження випуску цінних паперів з погляду різних суб'єктів інтегрованої структури. До того ж у даному випадку враховуються й результати попереднього аналізу на основі означених вище критеріїв Вальда, Севіджа та Гурвіца. Основою ж такого визначення на підставі теорії експертних оцінок та методів теорії нечіткої множини є застосування так званої операції виділення нечіткої підмножини на нечіткій множині оцінок стосовно доцільності впровадження та розміщення відповідних цінних паперів [4].

Виходячи з того, що одним з факторів сталого розвитку фінансового забезпечення будь-яких структур суб'єктів господарювання в Україні, в тому числі й інтегрованих, з одного боку, є досить часта зміна законодавчої бази, а з іншого – значне податкове навантаження, на нашу думку, слід звернути увагу на формування привабливих умов для стимулювання інвестицій в цінні папери.

Основою для визначення такого рішення, передусім, можна вважати існуючу міжнародну практику податкового стимулювання інвестиційних вкладень в цінні папери. Так, для ряду розвинутих країн Європи є звільнення дивідендів, які отримують інвестори від сплати податку на прибуток, або застосовуються понижуючі коефіцієнти [1, 5]. Втім більш доречним, на наш погляд, у даному питанні є досвід Німеччини щодо випуску облігацій в період податкової реформи, яка мала

на увазі підвищення податкового тягаря для найбільш забезпеченого класу і зниження його для середнього класу. Тож для забезпечення привабливості своїх облігацій ряд корпорацій залучали необхідні ресурси шляхом розміщення облігаційної позики, яка складається з паперів двох типів. Купонний дохід за одним з них значно знижувався після вступу в силу змін у податковому законодавстві (ця структура була розрахована на представників середнього класу), а за іншим – істотно зростав (у розрахунку на більш забезпечених приватних інвесторів). Інші параметри облігацій були ідентичні. При цьому сума ресурсів, що направлялася на виплату купонних доходів емітентів, залишалася незмінною протягом усього терміну обертання облігацій, що, з погляду аналізу грошових потоків, було рівнозначно випускові облігацій з фіксованим доходом. Тобто привабливим у даному підході є диверсифікація регулюючого впливу на податкову складову інвестиційної привабливості цінних паперів різних емітентів.

Проте даний підхід дещо слід модифікувати. Для цього, насамперед, доцільно зауважити на можливості розширеного використання мультівалютних облігацій, за якими, наприклад, розміщення облігації та погашення основної суми боргу здійснюється за однією валютою, а виплата купону за іншою. Різновидом таких облігацій слід вважати й різні валюти виплати купонного доходу. Ґрунтовність випуску таких облігацій обумовлена як можливістю більш гнучкого управління ризиками, так і формуванням найбільш привабливих умов для залучення коштів інвесторів. Тобто мультівалютні облігації в Україні повинні, перш за все, враховувати неоднакову спрямованість інфляційних процесів на ринку грошей та відповідну грошово-кредитну політику, про явом чого є, наприклад, різні банківські відсотки за депозитними вкладами та наданими кредитами у різних валютах.

Тож відповідно до означеного в умовах ринкових перетворень в Україні доцільно застосувати й різні важелі податкового регулювання стосовно обертання мультівалютних облігацій, що водночас слугуватиме й певною складовою визначення грошово-кредитної політики. При цьому, виходячи з ситуації, що склалася в Україні щодо взаємодії на валютному ринку вітчизняної грошової одиниці з найбільш розповсюдженим різновидом валюти – доларом, варто ввести податкове регулювання інвестиційної привабливості, в основі якого знаходиться різниця між фактичним і реальним обмінним курсом гривні відповідно до застосованої ставки оподаткування дивідендів інвестора.

Інакше кажучи, податкове навантаження повинно корелювати з реальною купівельною спроможністю вітчизняної валюти. Проте з метою початкового вирівнювання дохідностей за звичайними та мультівалютними облігаціями.

тивалютними облігаціями, принаймні в межах одного емітента, необхідно встановити однакові відсотки за ставкою купонного доходу. Тобто у підсумку на ринок випускаються два типи облігацій, де інвестор вже сам виходячи зі свого досвіду та схильності до ризику обирає певний їх різновид. Таким чином інвестор вирішує задачу щодо оцінки можливих вигод або враховуючи наслідки можливого інфляційного ризику, або дію регулюючого податкового впливу, який корелює з грошово-кредитною політикою країни. При цьому в разі залучення коштів для розвитку пріоритетної галузі уряд може застосувати нульову ставку оподаткування з погляду купонного доходу за вітчизняною валютою.

Не менш важливим напрямком в системі залучення додаткових ресурсів є також впровадження цінних паперів як єдиного пакету продуктів. У даному аспекті доцільно виходити з потоку ресурсів, які утворюються як у разі випуску пакету, так і у разі його обслуговування. При цьому головним принципом пакетної емісії повинно бути зацікавленість інвесторів у придбанні такого продукту. Як підхід до розв'язання такого завдання може бути застосовано, наприклад, щільний зв'язок по виплатах за купонним доходом за попередньою облігацією з придбанням наступної облігації пакету, що дозволяє визначити такий різновид пакетного продукту як рекурентний (рис.2, запропоновано автором).

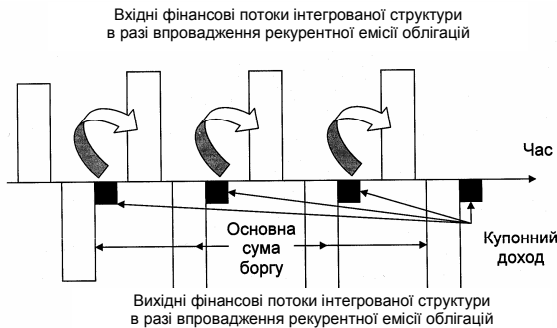


Рис.2 – Наочне уявлення руху фінансових потоків інтегрованої структури у разі рекурентної емісії облігацій

Основою для такого взаємозв'язку різних облігацій пакету, виходячи із зацікавленості інвесторів, може бути або підвищення доходності за наступним придбанням цінних паперів, або застосування механізмів пільгового оподаткування дивідендів.

Якщо говорити про номінал облігацій як одного з їх визначених

параметрів, то треба звернути увагу на впровадження сукупності облігацій, які будуть цікаві фізичним особам. Це пов'язано з тим, що, як вказують дослідження, однією з умов слабкої розвиненості фондового ринку є відсутність на ньому коштів населення, обсяги яких є досить значними.

Таким чином, загальний напрямок рекомендацій щодо залучення додаткових ресурсів на фондовому ринку з боку інтегрованих структур суб'єктів господарювання полягає у:

- застосуванні мультивалютних облігацій з урахуванням податкового стимулювання інвестиційних вкладень, яке базується на різниці між фактичним та реальним обмінним курсом гривні;
- впровадженні рекурентних пакетних продуктів щодо випуску цінних паперів;
- заохоченні до фондового ринку коштів населення, шляхом емісії облігацій, які у першу чергу за номіналом є привабливими для фізичних осіб.

Водночас для узгодження інтересів різних учасників інтегрованих структур введено у розгляд ризик зміни ступеня інтеграції між різними учасниками відповідного угруповання суб'єктів господарювання. При цьому не менш цікавим залишається питання щодо узгодження дій інтегрованих структур згідно визначним оцінкам ефекту синергії, що можна визначити як напрямок подальших досліджень.

1. Буренин А.Н. Рынки производных инструментов. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 368 с.
2. Галиц Л. Финансовая инженерия. Инструменты и способы управления рисками. – М.: ТВП, 1998. – 576 с.
3. Колб Р.У. Финансовые деривативы. – М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1997. – 678 с.
4. Кофман А. Введение в теорию нечетких множеств. – М.: Радио и связь, 1982. – 432 с.
5. Лялин. С.В. Корпоративные облигации: мировой опыт и российские перспективы. – М.: ООО «ДЭКС - ПРЕСС», 2002. – 336 с.
6. Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям. – М.: ИНФРА - М, 1998. – 784 с.
7. Сю К.К. Управленческая экономика. – М.: ИНФРА - М, 2000. – 671 с.
8. Gastineau G.L., Kritzman M.P. Dictionary of Financial Risk Management // www.amex.com/servlet/AmexFnDictionary.
9. www.cboe.com.
10. www.cbonds.com.ua.
11. www.nyse.com.
12. www.pfts.com.ua.
13. ssmsc.gov.ua.
14. standardandpoors.ru.

Отримано 02.08.2005